

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



ATTRACTIVITE RELATIVE DES ACTIFS BRITANNIQUES

PIB négatif au 2ème trimestre. Indicateurs avancés résilients. La BoE craint une inflation à +12%. Politique monétaire mesurée. Diminution des risques pour la livre. Opportunités sur les obligations. Valorisations relatives attrayantes des actions.

Points clés



- Le PIB britannique a avancé de +0.8% au 1er trimestre
- Le 2ème trimestre pourrait être en baisse de -0.2%
- Surprenante résilience des indicateurs avancés au T2
- Le taux de chômage approche du plus bas historique
- La perte de confiance des ménages menace la consommation
- La BoE craint une hausse de l'inflation à +12% en 2022
- Nouvelles opportunités sur les marchés obligataires
- La BoE ajuste progressivement sa politique monétaire
- Diminution des risques pour la livre sterling
- L'immobilier direct montre des signes de faiblesse
- Primes de risque toujours attrayantes pour les actions britanniques

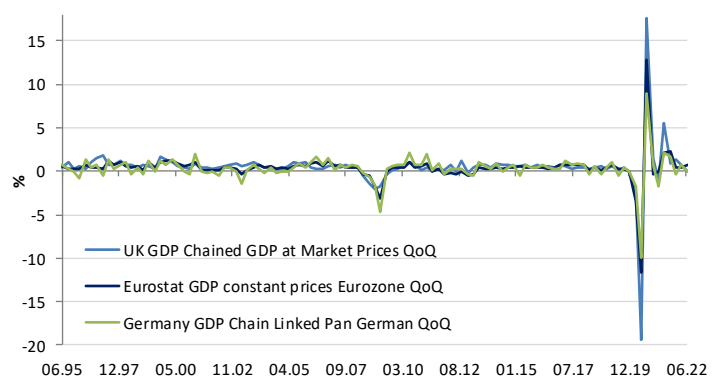
L'économie britannique a finalement enregistré une croissance de son PIB +0.8% au 1er trimestre

La croissance britannique s'avérait plus résiliente en début d'année selon l'office national de la statistique que d'aucun ne le supposaient. Avec une hausse de +0.8%, le Royaume-Uni réalisait en effet pendant le 1er trimestre une bonne performance dans un contexte déjà en nette dégradation sur le plan international. Ce résultat positif consécutif à une hausse de +1.3% en fin d'année contredisait donc les attentes d'une nette poursuite de la décélération du rythme de croissance et portait la hausse sur un an à +8.7%. La consommation des ménages s'est avérée plutôt résistante en affichant une progression de +0.6% pendant le trimestre. Elle est l'un des principaux contributeurs au résultat positif malgré un degré de confiance des consommateurs qui avait déjà très sensiblement chuté. Les investissements en biens d'équipements ont aussi réalisé une progression satisfaisante en avançant de +3.8%. Les dépenses gouvernementales ont au contraire apporté une contribution négative en se contractant de -1.1%. Le commerce extérieur retranchait -4.9% au PIB en raison d'un déclin de -4.4% des exportations et d'une hausse de +10.4 des importations.

L'économie du Royaume-Uni terminait le 1er trimestre sur une note plutôt positive, mais les publications des résultats mensuels des premiers mois du second trimestre se sont avérées moins optimistes pour la croissance du PIB.

La production industrielle enregistrait un mois négatif (-0.1%) en avril, suivi d'une reprise assez nette de +0.9%. La consommation des ménages semblait aussi perturbée par la baisse du pouvoir d'achat en lien avec la hausse des prix historique qui de décélère toujours pas.

Croissance trimestrielle du PIB—Royaume-Uni



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

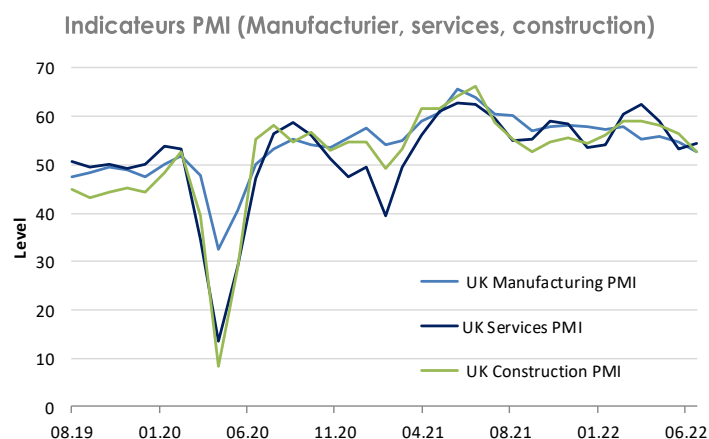
Le 2ème trimestre pourrait être en baisse de -0.2%

La confiance des consommateurs s'affiche toujours en très nette baisse à la fin juin (-41) et se situe très en dessous de son niveau bas atteint lors de l'éclatement de la crise du Covid en mars 2020 (-34). Depuis juillet 2021, la confiance des consommateurs se dégrade et ne marque pas encore de signe de stabilisation, alors qu'elle se situe désormais à son plus bas niveau des 40 dernières années. Pour autant, la consommation ne chute probablement pas dramatiquement au 2ème trimestre ne devrait pas pénaliser trop fortement la croissance du PIB. Les ventes de détail ont logiquement été affectées par le sentiment morose des ménages. Après un 1er mois en hausse, le mois de mai était sensiblement négatif (-0.8) alors qu'en juin, la baisse s'avérait réduite (-0.1 %). Le segment alimentation enregistrait une progression tandis que les autres secteurs marquaient le pas sous la pression des hausses de prix généralisées.

Les statistiques économiques sont plus négatives depuis quelques semaines et suggèrent clairement un tassement conjoncturel en cours au Royaume-Uni également. Cependant, le PIB de mai en hausse de +0.5%, soutenu par un comportement positif d'un grand nombre de secteur, sera peut-être suffisant pour compenser la baisse de -0.3% en avril et la chute probable en juin de la croissance. Les perspectives pour le 2ème trimestre doivent être révisées à la baisse et une croissance négative de -0.2% semble probable. Le Royaume-Uni pourrait tout de même éviter une récession technique en 2022, si le 3ème trimestre s'avère meilleur en raison notamment d'une baisse possible de l'inflation et une stabilisation du pouvoir d'achat des consommateurs.

Surprenante résilience des indicateurs avancés au T2

Les indicateurs avancés PMI manufacturiers ont encore poursuivi leur déclin débuté en mai 2021 en glissant ce trimestre de 55.2 à 52.1. Après treize mois de baisse, ils restent toutefois plutôt au-dessus du seuil de croissance de 50 et annoncent toujours un contexte positif pour le secteur. Le déclin du PMI des services est plus récent et moins prononcé (52.6), mais il reste aussi au-dessus de la zone de croissance à un niveau similaire. Le secteur de la construction semble plus à la peine avec une chute de 52.6 à 48.9 en un mois. Le PMI composite glisse donc logiquement à 52.1 ce qui suggère une résilience surprenante des indicateurs avancés moins pessimistes que les prévisions de croissance négatives qui ont cours avant la prochaine publication du PIB officiel le 12 août.



Les indicateurs avancés du climat des affaires se sont encore nettement dégradés ces dernières semaines. Les entreprises se disent plus inquiètes de la hausse des prix, de la baisse du pouvoir d'achat et des difficultés rencontrées à passer au consommateurs les hausses de coûts de production. Le contexte n'est pas favorable à l'investissement et aux engagements. L'incertitude a donc encore progressé ce qui devrait aussi peser sur les perspectives de reprise au T3.

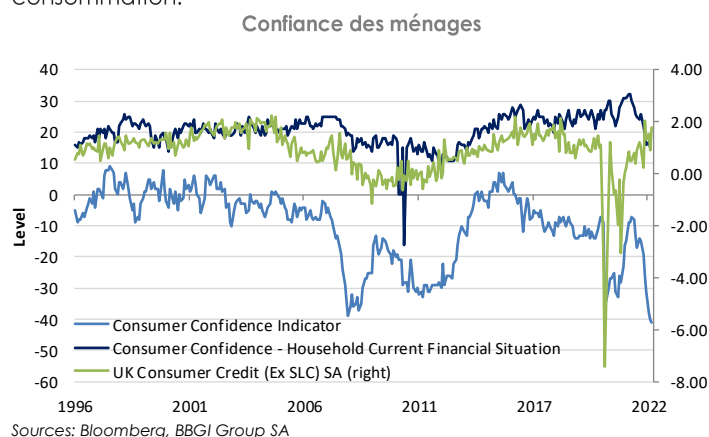
Le taux de chômage approche du plus bas historique

L'économie britannique a créé 31'000 emplois en mai et en juin, confirmant la dynamique en place qui avait permis de créer environ 296'000 emploi entre mars et mai. L'économie britannique semble aujourd'hui avoir largement dépassé de plus de 561'000 emplois son sommet prépandémie. Le marché du travail reste donc très tendu, ce qui ne confirme pas les inquiétudes des décideurs et des consommateurs. Les jobs vacants restent extrêmement élevés à 1.29 million d'offres.

La dynamique reste très forte malgré la crise géopolitique, ce qui constitue certainement un facteur essentiel à prendre en considération pour la politique monétaire de la BoE. Les risques potentiels de reprise de l'inflation par les salaires sont importants et s'ajoutent aux autres facteurs inflationnistes. Le marché de l'emploi suggère une phase de surchauffe au Royaume-Uni. Le taux de chômage a ainsi encore logiquement baissé pour atteindre 3.7% et se situe en dessous du point bas atteints avant la pandémie de 3.8%. Dans cet environnement, la croissance des salaires s'est logiquement poursuivie et s'est établie à +4.3% en mai. Les risques de transmission indirecte de la hausse des salaires sur les indices d'inflation sont à considérer et sont en particulier pris très au sérieux par la banque centrale britannique (BoE). Si la croissance des salaires semble importante en croissance nominale, en termes réels, les salaires ont en fait subi une contraction d'environ -4%, ce qui représente le plus fort déclin depuis 2014. La persistance de l'inflation à un niveau élevé affecte déjà significativement le pouvoir d'achat des ménages malgré la hausse des salaires nominaux. La hausse des taxes et des coûts de l'énergie s'inscrit dans un mouvement général de hausse des prix qui pourrait pousser bien plus haut encore les indices de prix. Un éventuel ralentissement conjoncturel au moment où les entreprises subissent aussi une hausse de leurs coûts de fonctionnement devrait freiner la progression des salaires.

La perte de confiance des ménages menace la consommation

A l'exception des tendances favorables évoquées plus haut dans le marché de l'emploi et sur le front de l'évolution des salaires, le contexte actuel n'est évidemment plus du tout propice à une amélioration de la confiance des ménages. L'indice de confiance est au plus bas et la dégradation du sentiment concerne aussi bien les perspectives économiques à douze mois, que l'état des finances de ménages qui considèrent plus négativement les conditions pour effectuer des dépenses importantes. L'incertitude géopolitique persiste et les prix de l'énergie s'avèrent être une préoccupation durable des ménages. La contraction du pouvoir d'achat des ménages fortement impacté par une inflation encore en hausse de +0.8% sur un mois en juin et de +9.4% sur un an ne peut être sans effet sur l'évolution prochaine de la confiance et de la consommation.



Les ménages britanniques ont toutefois maintenu leur niveau de consommation en ayant recours à leur épargne mais aussi au crédit à court terme. Alors qu'en période de pandémie, la croissance sur un an du crédit privé à 12 mois s'enfonçait en territoire négatif jusqu'à environ -10%, depuis quelques mois la reprise de l'endettement des ménages est nette. La croissance du crédit s'affiche à +6.8% en juin. Cette tendance pourrait se poursuivre à court terme mais elle devrait progressivement faiblir et ne plus pouvoir soutenir la consommation.

La BoE craint une hausse de l'inflation à +12% en 2022

Les indices de prix flambent à nouveau au Royaume-Uni. L'indice CPI bondit de +0.8% en juin et avance ainsi de +8.4% sur un an, son plus haut niveau depuis 30 ans. L'indice CPI hors énergie et alimentation enregistre une progression plus faible de +5.9%, qui correspond aussi à la plus forte avancée de l'inflation depuis plusieurs décennies. La hausse des prix du détail est aussi impressionnante. Avec une progression de +11.8%, elle est à peine inférieure à celle des prix à la production qui ont augmenté de +16.5% sur un an en juin, ce qui constitue l'une des plus fortes progressions depuis 2011. Les prix importés devraient aussi encore flamber ces prochains mois avec le durcissement des règles d'importations au Royaume-Uni et les effets de la crise ukrainienne. Les perspectives restent haussières pour les diverses mesures d'inflation pour les prochains mois. L'indice CPI pourrait atteindre +12% en décembre selon la BoE sans une volonté ferme de contenir les prix et une action correspondante de hausse des taux directeurs.

La baisse en juin et juillet des cours des matières premières et des prix du pétrole en particulier pourrait être des facteurs positifs pour l'évolution de l'inflation au Royaume-Uni dans les prochains mois. Les statistiques publiées pour le mois de juin ne font encore pas état d'un impact positif, mais nous estimons que l'inertie des prix devrait enfin montrer en juillet et en août un tassement de l'inflation. Le ralentissement conjoncturel britannique et plus largement en Europe et aux Etats-Unis devrait constituer un environnement positif pour une première baisse de l'inflation. Pour l'instant la hausse des salaires accompagne partiellement celle des prix, limitant encore pour un temps un peu l'ajustement des ménages.

Nouvelles opportunités potentielles sur les marchés obligataires en livre sterling

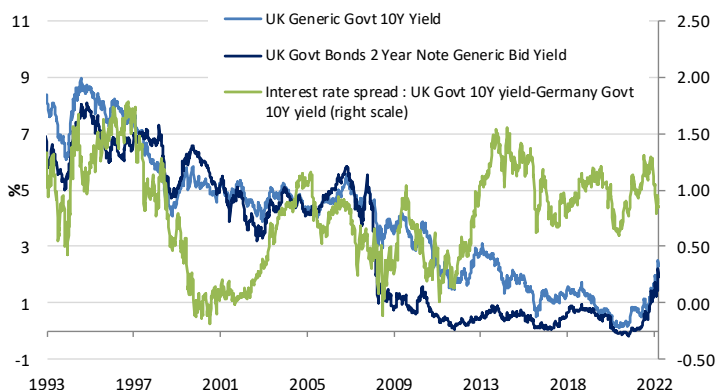
Le marché des capitaux au Royaume-Uni a évolué de manière similaire au cours des derniers mois à celui observé aux Etats-Unis. La situation économique des deux pays semblaient sur certains aspects tout à fait similaire à l'éclatement de la crise géopolitique en Ukraine. Une croissance économique solidement ancrée, soutenue par une consommation dynamique et par un marché du travail en plein boom se dirigeant vers le plein emploi. Des politiques monétaires pratiquement alignées s'apprêtant à normaliser leurs actions en procédant à des hausses de taux et de nouvelles stratégies de réduction de leurs bilans. La hausse de l'inflation avait déjà motivé la BoE à agir avant l'intervention russe en Ukraine dans ce sens, poussant alors enfin les rendements sur l'ensemble de la courbe de taux en livres sterling à la hausse. Les rendements des Gilt à dix ans, qui avaient glissé à 0.6%/an, se sont alors à nouveau logiquement tendus pour atteindre 1.6% en seulement huit semaines à la fin mars. Au cours du dernier trimestre, cette tendance s'est poursuivie avec la hausse des diverses mesures d'inflation et les risques d'interruption d'approvisionnement de matières premières et d'énergie. Plus que jamais concernés par l'inflation que par les risques de ralentissement conjoncturel, les marchés obligataires ont enregistré des pertes significatives en lien avec le réajustement des taux de marché qui ont poussé les rendements à dix ans du Trésor de 1.6% à 2.6% au plus haut du mois de juin.

Nous avons alors estimé à la mi-juin que les risques inflationnistes étaient selon nous déjà assez largement pris en considération à court terme par ces hausses de rendement et avons modifié nos anticipations pour les placements

obligataires en livres sterling. Cette progression des rendements nominaux place désormais le marché obligataire britannique dans le groupe des marchés de capitaux offrant des rendements relatifs attrayants en comparaison aux marchés européens, japonais et suisses.

Les obligations en livre sterling nous semblent maintenant constituer une source de diversification pour des portefeuilles obligataires.

Taux gouvernementaux (2ans—10 ans)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La BoE ajuste progressivement sa politique monétaire

La banque centrale du Royaume-Uni avait surpris les observateurs en remontant plus tôt que prévu son taux directeur de 0.1% à 0.25% lors de sa dernière réunion de l'année en décembre 2021. Elle était alors la première banque centrale à procéder à un changement de politique monétaire et à une hausse de ses taux directeurs. Depuis, lors elle a été rejointe par la Fed et essuie les critiques d'être moins déterminée que cette dernière à remonter ses taux directeurs dont le rythme est en effet plus agressif. Le taux directeur de la BoE a été augmenté quatre fois de 0.25% en 2022 et une fois de 0.5% le portant en sept mois de 0.25% à 1.75% à ce jour.

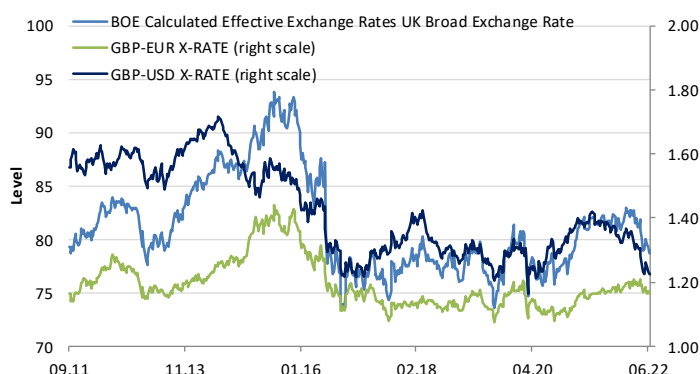
La BoE subit de vives critiques sur cette approche progressive, mais elle ne devrait pas changer de cap aux vues des pressions inflationnistes actuelles et aux vues des risques élevés d'accroissement des tensions sur les prix et d'un ralentissement économique international qui se profile. La perspective d'un accroissement de l'inflation à +12% soutient sa politique, bien que les risques de ralentissement de la croissance apparaissent aussi de plus en plus importants au Royaume-Uni. Il est ainsi probable que la BoE ne cède pas aux injonctions de ceux qui voudraient la voir plus agressive dans sa politique de normalisation des taux et qu'elle maintienne sa stratégie.

La banque centrale britannique compare les effets de sa politique progressive sur l'économie britannique qui n'a encore pas enregistré d'effondrement de son activité comme cela a été le cas aux Etats-Unis désormais en récession technique. Elle pourrait se féliciter de n'avoir pas provoqué de choc sur son marché immobilier, contrairement aux difficultés qui sont apparues aux Etats-Unis. La masse monétaire décline, le marché du travail reste relativement calme, les rendements se sont détendus, les matières premières enregistrent des baisses significatives, la croissance reste positive jusqu'à présent, par conséquent la BoE jugera certainement que sa politique monétaire fonctionne, alors que les marchés estiment que ses taux seront augmentés de 115 points de base à 2.9% d'ici la fin de l'année.

Diminution des risques pour la livre sterling

Malgré les hausses régulières de taux directeurs et la progression de la « courbe des taux » des obligations en livres sterling, la devise britannique a poursuivi comme nous l'anticipions son processus d'effritement contre le dollar US en chutant de -10 % au cours des derniers mois à 1.20 et s'approchant dès lors de ses plus bas niveaux historiques alors que le différentiel de taux s'accroissait encore en faveur du dollar. La Réserve fédérale américaine a l'intention de monter ses taux directeurs à 3.4% d'ici la fin de l'année, soit 0.5% de plus que la BoE. Le taux de change USD/GBP pourrait encore s'effriter de -2 à -3% au cours des prochains mois. La livre sterling s'est stabilisée contre l'euro autour de 0.85 livres pour 1 euro sans pouvoir profiter de son différentiel de rendement pourtant significatif. La BCE semble être sur un chemin de hausse de taux directeurs beaucoup plus progressif et mesuré ce qui devrait favoriser l'accroissement du différentiel de rendement en faveur de la livre. Les craintes d'une prochaine récession au Royaume-Uni et d'une inflation supérieure sont pour l'heure des facteurs négatifs pour la livre.

Taux de change effectifs de la Livre



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le risque de dépréciation importante de la livre nous semblent désormais très limités, en particulier contre l'euro et le franc suisse.

L'immobilier direct montre des signes de faiblesse

Le boom immobilier montre des signes de faiblesse malgré une hausse de +0.3% en juin et de +9.4% sur un an. Un fléchissement timide se profile avec la hausse du coût de financement et la diminution des revenus disponibles des ménages pour se porter acquéreur de biens immobiliers. La normalisation de politique monétaire de la BoE et la relance de la tendance haussière sur les taux d'intérêt commencent à avoir un effet sur les prix, mais les conditions de financement restent suffisamment attractives pour soutenir une demande toujours solide. Le nombre de prêts hypothécaires accordés a également baissé de 66'200 à 63'700 en juin. Le niveau de financement net est ainsi passé de 7.4 à 5.3 milliards. Le marché immobilier direct reste bien orienté malgré tout et peu affecté par la remontée des taux encore

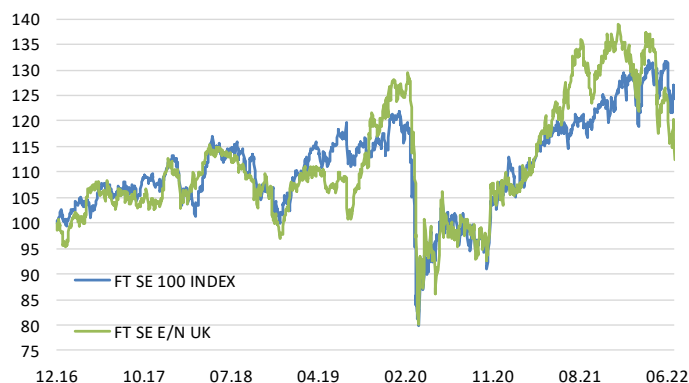
insuffisante pour affecter significativement les conditions de financement. La croissance des prix s'est toutefois avérée nettement supérieure à celle des salaires, abaissant la capacité des ménages à acquérir de l'immobilier, ce qui devrait réduire le niveau de la demande et le rythme de croissance des prix. L'immobilier titrisé britannique, plus influencé par l'évolution des marchés financiers, a connu une phase de correction importante de plus de -20% dans la tourment récente des bourses. Nous estimons que les prix actuels offrent des opportunités de repositionnement et de diversification intéressantes pour des portefeuilles multi-actifs.

Primes de risque toujours attractives pour les actions britanniques

Le premier trimestre 2022 aura assez nettement profité aux actions britanniques alors que nous relevions en début d'année le niveau particulièrement attractif de sa prime de risque. Le second trimestre a également été favorable aux actions britanniques comme nous l'espérions en raison notamment de la pondération importante des secteurs matériaux et énergie dans l'indice. L'indice FTSE 100 bénéficiait encore d'une valorisation inférieure de 20% à celle des grands indices américains et européens en raison notamment de cette composition et du très faible poids des valeurs technologiques ou liées au numérique menacées par la hausse des taux. Les actions britanniques ont ainsi largement surperformé la plupart des indices régionaux grâce à une progression de +0.75% depuis le début de l'année, alors que les indices européens (-13%) et américains (-13.3%) enregistrent encore des performances très négatives, même après le rebond important des cours observés en juillet. 9.7 11.2 16.9

Les valeurs britanniques (PE 9.7x) se traitent toujours avec un discount de 14% par rapport aux actions européennes (PE 11.2x) et de 43% par rapport aux actions américaines (PE 16.9x). Cet écart de valorisation devrait encore lui être favorable, en particulier si les valeurs des secteurs énergie et matériaux de base profitent encore un peu plus de l'évolution des matières premières au cours de prochains trimestres.

Actions britanniques et immobilier titrisé



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41225959611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch